



Octubre 2021

| TAACo Global | Desempeño | | | | | | | | Volatilidad 5 años * |
|----------------------------|------------|---------|-------|-------|---------|---------|----------|----------------------|-------------------------|
| | Septiembre | 3 meses | YTD | 1 año | 3 años* | 5 años* | 10 años* | Desde inicio * ** | |
| TAACo | -3.3% | -2.5% | 2.7% | 14.4% | 7.2% | 6.9% | 6.2% | 7.3% | 9.4% |
| Benchmark | -2.6% | -1.8% | 2.2% | 12.5% | 7.1% | 6.3% | 5.5% | 5.7% | 8.8% |
| Out/Underperformance (bps) | -70 | -68 | 45 | 196 | 12 | 65 | 77 | 167 | |
| | | | | | | | | | |
| Acciones | -4.4% | -3.9% | 6.0% | 24.5% | 9.2% | 9.8% | 8.4% | 5.4% | 14.1% |
| Benchmark | -3.8% | -3.3% | 6.7% | 24.5% | 9.2% | 9.7% | 8.2% | 4.8% | 13.9% |
| Renta Fija | -1.3% | -0.4% | -1.7% | 2.4% | 5.0% | 3.1% | 3.0% | 6.6% | 5.2% |
| Benchmark | -1.4% | -0.4% | -2.2% | 1.2% | 4.4% | 2.5% | 2.5% | 5.7% | 5.1% |
| Caja | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Oro | -4.0% | -1.2% | -7.7% | -7.6% | 13.6% | 5.7% | 0.7% | 12.5% | 13.5% |

Resultados al 30 de septiembre de 2021

*Anualizado ** Desde 2001

Índice

Una serie de eventos desafortunados..... 1

Posicionamiento TAACo Global 4

Resultados 15

Desempeño 16

Valorizaciones 17

Una serie de eventos desafortunados¹

El regreso de las vacaciones de verano del hemisferio norte fue acontecido, gracias a una serie de eventos y temas económico-financieros que presionaron los mercados. A una economía global que avanza en la recuperación de la peor crisis desde la Segunda Guerra Mundial producto de la pandemia de covid-19, se sumaron la crisis energética global, interrupciones en las cadenas de abastecimiento en variados sectores, presiones inflacionarias, el *default* de Evergrande (inmobiliaria china) y la discusión política en Estados Unidos del límite de la deuda, lo que es siempre un tema de esta época del año.

De ahí que el mes pasado fue el peor septiembre para los mercados accionarios desde 2011, cuando se vivía la crisis de deuda europea. Las acciones globales (ACWI) y el S&P 500 cayeron 4.2% y 5%, respectivamente, en dicho mes.

¿En qué pie comienza el último trimestre de 2021? La economía global sigue creciendo vigorosamente, a pesar de haber pasado ya el *peak* de la recuperación y que se vería una moderación en las tasas de crecimiento. Los soportes de la actividad están vigentes y son potentes: estímulos monetarios y fiscales sin precedentes, que permiten, primero seguir empujando en el corto plazo y, en segundo lugar, proveerían de fuentes de crecimiento de más largo plazo. Además, se agrega un tercer factor, la revolución digital y megatendencias, que aumentan la productividad y generan cambios estructurales en todos los ámbitos, lo que lleva a una nueva forma de funcionamiento del mundo y suma posibilidades de desarrollos que contribuyen a un “nuevo” crecimiento.

Inflación. -

Las presiones crecientes en precios que se observan se deben a una mayor demanda, escasez de varios insumos y productos, y aumentos en los precios de las materias primas. Si combinamos esto con una moderación del crecimiento, como lo mencionamos en el párrafo anterior, que además podría gatillar alzas en las tasas de interés, surge la palabra estanflación, término económico para denominar un escenario de estancamiento económico e inflación. Una palabra excesiva para lo que está pasando, ya que la economía global aún crece de manera robusta y no hay un espiral inflacionario fuera de control.

La reflación que se originó de la recuperación económica se ha exacerbado por las interrupciones en las cadenas de abastecimiento y escasez, entre las que resalta la de la energía que desencadena alzas de precios en múltiples productos. Y no es la única materia prima en que se ha visto esto. La naturaleza de estos últimos componentes de la inflación, lucen más como *shocks* que apuntan a un fenómeno transitorio o cíclico, por lo que se prolongaría por varios meses

El término del verano llegó con una serie de eventos que golpearon los mercados en septiembre

El último trimestre del año la economía global seguirá creciendo, aunque a un menor ritmo

Estímulos fiscales, monetarios y cambios tecnológicos continuarán apoyando el crecimiento

Aumento global de la demanda, escasez de distintos productos y aumento en el precio de las materias primas están generando presiones inflacionarias

Sin embargo, el escenario no sería de estanflación si no de una moderación en el ritmo de crecimiento

¹ Colección de 13 libros escrita por el autor estadounidense Daniel Handles, que fue llevada al cine y luego a la televisión, con una película y una serie, respectivamente.



hasta el primer semestre de 2022. Las alzas en precios alcanzarían su máximo hacia fines de este año y la inflación debiera regresar a su nivel ancla a mediados de 2022, según el Fondo Monetario Internacional (FMI). La aceleración de la inflación ha puesto a los bancos centrales en alerta, lo que puede hacer que se adelanten los retiros de liquidez (*tapering*) y aumentos de las tasas de interés.

Tasas de interés. -

El Fed de Estados Unidos ya anunció y -junto al resto de bancos centrales del mundo están tratando de comunicar lo más eficientemente- que se tomará la dirección hacia una gradual normalización monetaria. Algunos entes emisores de países desarrollados y emergentes, considerando también factores domésticos, comenzaron ciclos de alzas de tasas. En casos como Estados Unidos y Europa, y en ese orden, se comenzará por retirar la liquidez de los programas de estímulos monetarios no convencionales (*tapering*) y si ello se da “suavemente” y las condiciones económicas lo permiten se comenzaría a subir las tasas de interés.

Las tasas de mercado en Estados Unidos, si bien han tomado una trayectoria al alza, coherente con la etapa del ciclo, se está dando de manera paulatina. Es clave para la sostenibilidad de la economía global que la inflación y las tasas de interés suban gradualmente. Y hasta el momento este es nuestro escenario base.

Crisis energética y escasez. -

La logística post cuarentenas, la menor producción durante ellas, el salto de la demanda por materias primas y productos varios, y fenómenos climáticos vienen produciendo interrupciones en las cadenas de abastecimiento mundiales. Esto se da desde materias primas, pasando por vehículos, *containers*, microchips hasta productos de lujo. Los índices de precios de fletes en el mundo son el mejor reflejo de ello, registrando hasta 200% de aumentos en lo corrido del año.

Las soluciones a la crisis energética y las escaseces no van a ser inmediatas y el reacomodo de la actividad global a esta reapertura y normalización toma tiempo. Van a haber planes de alivio de corto plazo, como los esfuerzos de Estados Unidos y Rusia para estabilizar el mercado de la energía, y en el mediano y largo plazo replantear la transición a energías renovables de tal forma que en el futuro sean capaces de satisfacer la demanda en etapas de mayor expansión económica y adaptarlas a los nuevos fenómenos climáticos.

China y Evergrande. -

El gigante asiático estuvo adelantado en todos los ciclos relacionados a la pandemia, recuperándose antes y el primer semestre de este año comenzando un ciclo restrictivo de política monetaria para evitar un sobrecalentamiento.

Desde noviembre del año pasado, el gobierno viene interviniendo de diferentes maneras en las empresas tecnológicas y digitales con el objetivo de no permitir que sigan creciendo y aludiendo prácticas monopólicas. A ello se sumó la intervención en el sistema de educación virtual y estableciendo varias regulaciones en diferentes ámbitos en que participan en sectores a través de aplicaciones, plataformas tecnológicas y similares. Además, también utilizando en ciertos casos campañas comunicacionales, como en el caso en contra de la industria de los video juegos.

Lo más reciente, el *default* de Evergrande, la segunda inmobiliaria más grande de China, y con el mercado preguntándose si este sería el “momento Lehman” de ese país y si ello podría generar riesgo sistémico. Pero Evergrande y Lehman tienen diferencias y son de naturaleza distinta: Evergrande representa un problema financiero, Lehman era el producto de un reventón inmobiliario. Asimismo, el gobierno chino no permitirá un desenlace desordenado del *default* de Evergrande y este evento no es una “sorpresa” impensable, pues las autoridades venían

El retiro de estímulos monetarios sería gradual, comenzando primero con la reducción en los programas de compras de activos y luego con alzas de tasas de interés

Interrupciones en las cadenas de abastecimiento y escasez de diversos productos tomará tiempo en reacomodarse

China va un paso adelante en el ciclo económico

Autoridades están regulando sectores claves para el desarrollo del país, como el tecnológico, educativo e inmobiliario

Evergrande no es el Lehman chino, por lo fragmentado del mercado inmobiliario en China el riesgo sistémico es acotado



presionando al sector inmobiliario para evitar burbujas hace más de seis meses, lo que aceleró que el *stress* financiero de Evergrande se convirtiera en una crisis de solvencia. Si bien Evergrande es la segunda inmobiliaria más grande de ese país, dicho sector es muy fragmentado y no representa una magnitud que per se debiera generar riesgo sistémico.

Sí es importante y necesario en la etapa que se encuentra la economía china, que el banco central de este país aumente la fuerza de un ciclo monetario expansivo.

Seguimos favoreciendo las acciones relativo a los bonos por (i) el crecimiento sostenible (a pesar de la desaceleración que se registraría), (ii) inflación de carácter cíclico, (iii) tasas de interés aún en niveles bajos o reales negativas que subirían gradualmente y (iv) fundamentos corporativos saludables donde hay activos de riesgo con valor. Dados que sí hay riesgos inflacionarios y de alzas de tasas de interés se favorece también tomar posiciones de cobertura ante ellos.

Se favorece renta variable por sobre fija por un crecimiento económico sostenible, inflación cíclica, tasas de interés bajas y sector corporativo saludable

Posicionamiento de la cartera – octubre 2021

| TAACo Global | Bench. | Septiembre | Octubre | OW / UW | | Cambio | | |
|---------------------------|--------|------------|---------|---------|-------|--------|---|--|
| Acciones | 50% | 60% | 60% | OW | 10% | | | Se mantiene el 60% de exposición a acciones y se disminuye la posición en renta fija a 30%. Se asigna 5% a oro y 5% a caja |
| Renta Fija | 50% | 35% | 30% | UW | -20% | -5.0% | - | |
| Caja | | | 5% | OW | 5.0% | 5.0% | + | |
| Oro | | 5% | 5% | | | | | |
| Total Cartera | | | | | | | | |
| Europe ex UK | 12.5% | 13.3% | 13.3% | OW | 0.8% | | | Se mantiene el OW Europa large cap, se neutraliza small cap |
| Europe Small Cap ex UK | 1.5% | 2.0% | 1.5% | N | | -0.5% | - | |
| UK | 2.7% | 4.2% | 2.7% | N | | -1.5% | - | |
| US Large Cap Growth | 14.2% | 14.2% | 14.2% | N | | | | Se neutraliza UK |
| US Large Cap Value | 14.3% | 15.3% | 15.3% | OW | 1.0% | | | US: large cap growth en neutral y OW value |
| US Small Caps | 4.3% | 4.3% | 4.3% | N | | | | |
| Japan | 5.2% | 1.5% | 3.0% | UW | -2.2% | 1.5% | + | Se reduce UW en Japón |
| Mercados desarrollados | 54.7% | 54.8% | 54.3% | UW | -0.4% | -0.5% | - | |
| LatAm | 4.3% | 5.7% | 4.8% | OW | 0.5% | -0.9% | - | Se reduce el OW en Latinoamérica |
| LatAm Small Cap | 0.8% | 1.5% | 0.8% | N | | -0.7% | - | |
| China | 13.4% | 13.4% | 13.4% | N | | | | Se mantiene el OW en EM Asia ex China / Neutral en China |
| EM Asia ex China | 14.9% | 16.4% | 16.4% | OW | 1.5% | | | |
| EM Asia Small Cap | 3.4% | 4.0% | 4.0% | OW | 0.6% | | | |
| EM Europe and Middle East | 8.5% | 4.2% | 6.3% | UW | -2.2% | 2.1% | + | Se reduce UW en EMEA |
| Mercados emergentes | 45.3% | 45.2% | 45.7% | OW | 0.4% | 0.5% | + | |
| Total Acciones | | 100.0% | 100.0% | 100.0% | | | | |
| US Govt Agencies | 10.2% | 10.2% | 9.0% | UW | -1.2% | -1.2% | - | Se lleva a UW Treasuries y a OW TIPS |
| US TIPS | 1.3% | 1.3% | 2.5% | OW | 1.2% | 1.2% | + | |
| US Mortgages | 7.6% | 7.6% | 7.6% | N | | | | Se mantiene UW US Corps y OW deuda High Yield (en US y Europa) |
| US Corps | 7.3% | 6.3% | 6.3% | UW | -1.0% | | | |
| US High Yield | 1.8% | 4.6% | 4.6% | OW | 2.8% | | | |
| Europe Broad | 19.1% | 13.0% | 13.0% | UW | -6.1% | | | UW bonos europeos y japoneses |
| Europe High Yield | 0.7% | 3.7% | 3.7% | OW | 3.0% | | | |
| Japan Broad | 8.6% | 4.1% | 4.1% | UW | -4.5% | | | |
| Deuda desarrollados | 56.6% | 50.8% | 50.8% | UW | -5.8% | | | Se mantiene el OW Emergentes a través de una posición activa en bonos corporativos high yield |
| EM Sovereign IG | 5.6% | 5.6% | 5.6% | N | | | | |
| EM Sovereign HY | 6.2% | 6.2% | 6.2% | N | | | | |
| EM Corporate IG | 5.0% | 5.0% | 5.0% | N | | | | |
| EM Corporate HY | 6.7% | 12.5% | 12.5% | OW | 5.8% | | | |
| EM Local Markets | 19.9% | 19.9% | 19.9% | N | | | | |
| Deuda emergente | 43.4% | 49.2% | 49.2% | OW | 5.8% | | | |
| Total Renta Fija | | 100.0% | 100.0% | 100.0% | | | | |

En octubre la cartera del TAACo Global mantiene la sobreexposición a acciones en 60%, se reduce la posición en renta fija a 30% y asigna 5% tanto a caja como a oro como protección ante eventos disruptivos.

Dentro de la cartera de renta variable se decide disminuir la exposición a Europa y el Reino Unido debido a los efectos que podría tener la crisis energética en el crecimiento económico y la inflación. Con respecto a EEUU, se mantiene el OW en *US Large Cap Value* y el neutral en *US Large Cap Growth* debido a lo ajustada de las valorizaciones y la sensibilidad ante variaciones en las tasas de interés. Se reduce el UW en Japón debido a valorizaciones relativas atractivas y a que el giro político apoyaría al crecimiento. Dentro de emergentes, se disminuye el OW en Latinoamérica, mientras se mantiene la posición OW en EM Asia ex China, región que se encuentra rezagada en retornos y vacunación. Se mantiene el neutral en China debido a la incertidumbre que genera el intervencionismo estatal y se reduce el UW en EMEA para lograr mayor exposición al sector energético.

Ante ajustes en la política monetaria y tasas de interés que subirían gradualmente se decide disminuir la exposición a renta fija. Dentro de la cartera se lleva a UW la posición en *Treasuries* y a OW TIPS. El resto de la cartera se mantiene sin variaciones. En general, tasas de interés bajas e incluso negativas, sumado a *spreads* comprimidos nos llevan a sobreponderar productos de *spread* en busca de *yields* (OW HY US, HY Europa y HY EM Corporate).

Renta Variable

Europa ex UK: se mantiene *overweight* en *large cap* y se neutraliza la posición en *small cap*

La pandemia parece haber alcanzado un nuevo peak y la economía continúa su proceso de reactivación económica, el cual se está viendo amenazado por, como se dijo anteriormente, presiones inflacionarias, escasez de diversos productos que acarrearán problemas en cadenas de suministros y recientemente un shock energético, que deriva de un mix de aumento en la demanda y de menores envíos de gas natural desde Rusia y Noruega.

El crecimiento ha sorprendido positivamente y en línea con ello el FMI corrigió al alza la expectativa de crecimiento para este año desde 4.6% a 5%; sin embargo, países más expuestos al comercio internacional y al sector automotriz -para el cual escasean los microchips- las estimaciones se deterioran. Para Alemania se proyecta un crecimiento de 3.1% para este año desde un 3.6% en la versión de julio. En los datos económicos ya está internalizado un menor ritmo de crecimiento y las sorpresas son cada vez más acotadas. Al finalizar el año el bloque lograría recuperar su nivel de producto prepandemia, aunque países con mayor sesgo manufacturero, como Alemania, podrían seguir presionados por las disrupciones en las cadenas de suministros.

Los indicadores líderes PMI de manufacturas y servicios registran menores niveles en septiembre que en el mes previo (58.6 y 56.4 pts. respectivamente), decepcionando a los analistas, aunque manteniéndose holgadamente sobre el umbral de expansión (sobre 50 pts.). Esto apoyaría la tesis de que la economía seguiría expandiéndose, aunque a un menor ritmo.

A pesar de la moderación en los indicadores de expectativas y crecimiento, la recuperación en lo que resta del año será apoyada por el Fondo de Recuperación, con montos que totalizarían €750,000 millones. Entre los países más beneficiados por los recursos se encuentran Italia y España, recibiendo fondos por 10.7% y 5.6% del PIB respectivamente. Los recursos deben ser usados en cuatro áreas principales: reformas estructurales para facilitar las inversiones, transición verde (considerando la meta de la Unión Europea de carbono neutralidad al 2050), digitalización de los servicios públicos y una dimensión social (ayudando en la solución de problemas sociales exacerbados por la crisis del covid-19, como los migratorios).

Por el lado monetario, el nivel de precios ha aumentado por efectos de base de comparación, aumentos en los precios de la energía y disrupciones en las cadenas de suministros, llegando al mayor nivel desde septiembre de 2008 (la inflación de septiembre fue 3.4% interanual). Sin embargo, las autoridades monetarias ven el aumento de la inflación como transitorio en la medida en que la capacidad productiva se normalice hacia el 2022 y el consumo se rebalancee desde bienes a servicios. Por su parte, holguras en el mercado laboral no permitirán aumento en los precios desde alzas sostenidas en los salarios. La autoridad monetaria anunció en la reunión de septiembre que dadas las condiciones financieras y el outlook sobre la inflación, se reduciría el ritmo de compras del programa de liquidez pandémico, aunque de momento el programa se mantendrá hasta al menos marzo de 2022 y ya se están estudiando nuevas formas de entregar liquidez al mercado.

En cuanto al sector corporativo, el *momentum* es positivo. Los reportes de la primera mitad del año sorprendieron ampliamente al alza dando soporte al precio de las acciones, aunque los reportes del tercer trimestre podrían decepcionar debido a las presiones en los costos. Para este año se espera que las utilidades crezcan cerca de 48% y 8.2% en 2022, datos que han variado marginalmente respecto a la versión de este documento en septiembre. Las acciones de la Zona Euro retornan en lo corrido del año menos que las globales y aún mantienen un considerable rezago respecto a pares desarrollados en el largo plazo. La caída de los retornos de septiembre ayuda a aliviar las valorizaciones. Las razones P/U fwd. 12 meses y P/VL transan sobre el promedio a 5 años en términos absolutos, pero con descuentos relativo a mercados desarrollados.

Amplios estímulos fiscales y monetarios que se mantendrían por tiempo prolongado, alto porcentaje de la población inmunizada, fortaleza corporativa, valorizaciones atractivas en términos relativos, además de alta exposición cíclica llevan a **mantener el *overweight* de acciones europeas *large cap***. Sin embargo, se reduce la exposición a ***small caps*** por su mayor generación de ingresos desde la economía doméstica, la cual se podría ver afectada por el alza en los precios de la energía y la inflación.

Reino Unido: se neutraliza desde *overweight* la posición

Los casos se estabilizan en un nivel elevado, aunque la vacunación ha permitido mantener una baja ocupación hospitalaria. Actualmente un 74% de la población cuenta con una dosis y 68% con dos. De esta forma, el país continúa avanzando hacia una “nueva normalidad” adaptándose a funcionar con el coronavirus. Sin embargo, problemas con el suministro energético y escasez de mano de obra están generando un espiral inflacionario que llevaría a que el Banco de Inglaterra (BoE por su sigla en inglés) sea uno de los primeros bancos centrales desarrollados en subir el tipo de interés. Tal medida intentaría frenar el alza en los precios, sin embargo, podría generar un estancamiento e incluso una recesión económica.

Los problemas de abastecimiento afectan al país desde distintos frentes. Por un lado, la alta dependencia del gas natural para generar electricidad está llevando a peligrar la continuidad del suministro e incluso amenazar con racionamiento en momentos en que Rusia y Noruega no dan abasto frente al aumento de la demanda y sufren de inconvenientes en sus plantas. La electricidad importada desde Francia (generada con energía nuclear) también está siendo afectada por un incendio que ha cortado parte del suministro. A su vez, migrar nuevamente hacia generar electricidad con carbón, ha elevado significativamente el precio de éste a nivel global. Por otro lado, el *Brexit* ha impuesto una serie de restricciones a la migración, llevando a una escasez de mano de obra. En estos momentos, no hay choferes de camiones suficientes para llevar al país alimentos y combustibles, presionando el precio de éstos al alza.

Todo lo anterior ha llevado a la inflación a 3.2% interanual, el registro más alto en casi una década. El BoE espera que la inflación continúe una senda ascendente hasta niveles incluso superiores a 4% anual, afectada por el aumento en los precios de energía, escasez de suministros y mano de obra. Ante tal situación el mercado espera que la entidad aumente la tasa de referencia tan pronto como en noviembre.

En base a amplios estímulos fiscales y monetarios implementados como medidas contra cíclicas para hacer frente a la crisis sanitaria y económica, el país venía sorprendiendo positivamente y recuperándose más rápido de lo esperado. A agosto el PIB se encontraba sólo 1% bajo los niveles prepandemia y se estimaba que se recuperaría antes de fin de año. No obstante, los recientes acontecimientos están afectando las expectativas, el FMI recortó desde 7% a 6.8% el crecimiento para este año. Por su parte, el indicador líder PMI de manufacturas retrocedió en septiembre desde 60 a 57 pts., mientras el de servicios se mantuvo estable en 55 pts. Ambos indicadores anticipan un crecimiento económico moderado para los siguientes meses (los dos holgadamente sobre los 50 pts.).

Respecto al mercado accionario, los índices de acciones británicas poseen alta exposición a sectores que se beneficiarán de un alza de tasas de interés, como el financiero, y de precios de energía más altos, como el energético. Las acciones británicas registran un rezago de años respecto de las acciones europeas y globales, pero el 2020 esta brecha se amplió aún más debido al *Brexit*. La recuperación económica se venía consolidando, sin embargo, la crisis energética e inflacionaria presionaron los resultados corporativos en los últimos meses del año, lo que nos lleva a mantener un posicionamiento más cauteloso en los activos del país, a pesar del rezago en retornos de corto y largo plazo. Las proyecciones de utilidades corporativas se han mantenido estables en el último mes e indican un crecimiento cercano a 79% para este año. Para el 2022 se espera apenas un crecimiento de utilidades del 3%, el que se compara negativamente con el resto de Europa.

Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos relativos a mercados desarrollados, tanto a nivel de P/U fwd. 12 meses como P/VL. En términos absolutos, la razón P/U fwd. 12 meses transa más de una desviación estándar bajo el promedio, siendo uno de los pocos mercados en el mundo en transar con descuento.

A pesar del rezago de los retornos, lo atractivo de las valorizaciones y el *dividend yield* (sobre 4%), los riesgos derivados del espiral inflacionario y una posible agresiva normalización monetaria nos llevan a **neutralizar la posición en acciones británicas**.

Estados Unidos: Se mantiene la sobre exposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value* y el neutral en *Large Cap Growth* y en *Small Cap*

La recuperación económica habría alcanzado un *peak* durante el segundo trimestre del año y en lo que resta de 2021 habría una moderación de los datos económicos en la medida que se desvanecen los efectos de los estímulos fiscales y comienza el retiro de estímulos monetarios, lo que impactaría directamente en el consumo. Por su parte, un avance en la propagación de la variante delta de covid-19 durante el tercer trimestre afecta las expectativas respecto a la recuperación económica. De esta forma, el FMI y el Fed recortaron su estimación de crecimiento para este año desde 7% a 6%.

La inflación parece estabilizarse, con septiembre registrando un aumento en los precios de 5.4% interanual, mientras la inflación subyacente se mantuvo en 4% al igual que en agosto. El Fed ha sostenido que el salto en la inflación sería transitorio, por lo que no se espera un cambio abrupto en la política monetaria. No obstante, mejoras en el mercado laboral justificarían el inicio del retiro de los estímulos monetarios, a través de la reducción a fines de año de los programas de compra de activos. De acuerdo con la última reunión de política monetaria realizada en septiembre, alzas de tasas de interés no se verían hasta al menos 2022.

Por el lado laboral, la situación mejora, aunque los datos de empleo de septiembre volvieron a decepcionar, con una creación de empleo de 194 mil nuevos puestos de trabajo, bajo las expectativas y el menor monto en lo corrido del año. Por su parte, la tasa de desempleo cayó a 4.8% desde 5.2% el mes anterior, aunque la caída fue debido a una reducción de la fuerza laboral más que por una creación de empleo significativa. Los programas de apoyo fiscal comienzan a expirar, en especial en la parte laboral, lo que en conjunto con la reapertura de colegios impulsaría a que millones de personas vuelvan al trabajo en los meses siguientes.

Por su parte, la discusión respecto al límite de la deuda – tema típico a esta altura del año- parece postergarse hasta diciembre. Luego de un acuerdo entre demócratas y republicanos, el presidente Joe Biden firmaría una extensión al límite de la deuda hasta fin de año, momento en que se volvería a discutir. De esta forma, de momento, se evita un cese del financiamiento y el cierre de las dependencias fiscales.

Respecto al sector corporativo, los reportes del segundo trimestre superaron ampliamente las expectativas y se espera que este año las utilidades crezcan cerca de un 62%, estimación que se mantiene estable respecto al mes anterior. Para 2022, una alta base de comparación llevaría a que las utilidades crezcan solo en torno a 8%, dato que fue corregido a la baja desde agosto. Los inversionistas operan atentos a los reportes del tercer trimestre que comienzan en octubre, debido a que darían luces sobre cómo la escasez de suministros y el aumento en los salarios afectarían los costos del sector corporativo. Por su parte, las valorizaciones continúan luciendo caras y tanto la razón P/U fwd. y P/VL se ubican sobre sus promedios de los últimos 5 años en términos absolutos y relativos. Lo anterior no ha impedido que continúe el apetito por las acciones estadounidenses y en los últimos tres meses se registran entradas netas a ETF's por 2.8% de los activos manejados (AUM por su sigla en inglés).

Si bien el *momentum* económico pierde dinamismo, la economía seguirá creciendo en lo que resta del año, lo que continuará dando soporte al sector corporativo. En la medida que la economía continúe recuperándose las acciones más beneficiadas serán las que muestran mayor rezago como las *value*, cuyas valorizaciones lucen más atractivas que las de estilo *growth*. No obstante, lo anterior, debido a la sensibilidad que presenta el precio de las acciones *growth* ante variaciones en las tasas de interés es que **se decide mantener una posición neutral en *US Large Cap growth*, mientras se conserva la sobreexposición a acciones *US Large Cap Value*. Además, se mantiene sin modificación el neutral en *small caps*** por su mayor volatilidad en momentos en que existe incertidumbre sobre el momento en que comenzará el *tapering*.

Japón: Se disminuye el *underweight* en acciones japonesas

El outlook para Japón luce más favorable, tanto por el manejo de la pandemia como por un cambio de liderazgo. La pandemia parece al fin controlada, con casos y muertes en descenso luego de haber alcanzado un *peak* durante agosto, en medio de las olimpiadas; mientras que la vacunación se acelera: 66% de la población se encuentra inmunizada vs. 47% hace un mes. Además, a partir de diciembre se comenzarían a aplicar terceras dosis de refuerzo. A lo anterior, se suma la llegada de Fumio Kishida como primer ministro, quien impulsará el gasto fiscal con el fin de acelerar la recuperación económica a la vez que buscará reducir las desigualdades

sociales. Para este año el FMI estima un crecimiento de 2.4%, mientras que la estimación para 2022 fue corregida al alza desde 3% a 3.2%.

Por su parte, el control de la pandemia mejora las expectativas del sector de los servicios. El PMI del sector sube en septiembre a casi 48 pts. desde 43 el mes anterior. No obstante, el de manufacturas vuelve a retroceder, aunque se mantiene sobre 50 pts.

En cuanto a la política monetaria, la inflación se mantiene lejos de la meta del 2% anual (en agosto fue de -0.4% YoY), lo que permitiría al Banco de Japón mantener una política monetaria expansiva por un largo período, incluso más allá que pares globales. La crisis energética no afectaría al país en la misma medida que al resto de Asia, debido a que a pesar de depender fuertemente del gas natural para la generación eléctrica (casi 40% de la matriz depende de ello), tienen contratos de largo plazo que aseguran el precio y el suministro, incluso más allá de lo que necesitan actualmente debido al avance en el uso de energías renovables en la matriz

Con respecto al sector corporativo, se estima una expansión de las utilidades cercana a 77% para el 2021, cifra que se mantiene respecto a agosto; para 2022 se espera un crecimiento de utilidades cercano a 8%, similar al resto de mercados desarrollados. Por su parte, las valorizaciones son atractivas en términos relativos a países desarrollados. En cuanto a flujos, se registraron entradas netas a ETF's en el último mes por 0.7% del AUM.

Mayor control de la pandemia, un giro político y valorizaciones relativas atractivas hacen más favorables las perspectivas sobre el país. Sin embargo, las expectativas económicas y corporativas serán afectadas por la desaceleración del crecimiento global dado que el país tiene un fuerte sesgo exportador. En razón a lo anterior **se decide disminuir la subexposición a acciones japonesas.**

Acciones Emergentes: Se reduce la subexposición en EMEA contra menor exposición a Latinoamérica. A su vez, se mantiene el neutral en China y el OW en Asia Emergente ex China

El alza de tasas de interés, la desaceleración económica de China y el menor impulso de las materias primas no energéticas moderaron las perspectivas sobre emergentes que registraron caídas alineadas con el desempeño de desarrollados durante septiembre. La crisis de *Evergrande* no redundaría en una crisis sistémica, pero si profundiza las perspectivas de desaceleración sobre la economía china lo que afecta al resto de emergentes. Además, se suman ajustes agresivos en la tasa de política monetaria principalmente en EMEA y Latinoamérica. Por el lado positivo, la pandemia luce controlada y los programas de vacunación continúan avanzado. Además, se observan ganadores directos de los aumentos en el precio del petróleo en países como Rusia, Arabia Saudita y ciertas economías del sudeste asiático. Por su parte, la escasez de chips continúa (y permanecería hasta al menos 2022), lo que beneficia directamente a los exportadores de semiconductores como Taiwán y Corea. En este escenario, se decide **mantener el overweight Asia EM ex China y reducir la subexposición en Europa y Medio Oriente.** Por su parte, **se muestra mayor cautela (se reduce el overweight) con Latinoamérica**, la cual, sin embargo, sigue luciendo valorizaciones atractivas.

América Latina: Se reduce el overweight

Tanto el Banco Mundial como el FMI proyectan un crecimiento de 6.3% para este año, lo que refleja el buen *momentum* económico, luego de positivos avances en los planes de vacunación en la región. Sin embargo, al igual que resto del mundo, la región está siendo amenazada por presiones inflacionarias, disrupciones en las cadenas de suministros, shocks energéticos y riesgos a nivel político, lo que nos lleva a **reducir el overweight.**

En **Brasil**, la economía se desacelera con una actividad económica que pierde *momentum* desde mayo, y una producción industrial de agosto que se contrajo -0.7% interanual, peor que el -0.3% esperado. No obstante, el mercado laboral sorprende positivamente en agosto, creándose 372 mil empleos. Sin embargo, se presentan amenazas latentes que pueden disminuir su expectativa de crecimiento de 5.2% para este año (estimación del FMI). Por su parte, la peor sequía en casi un siglo ha disminuido su producción hidroeléctrica, creando riesgos de racionamiento eléctrico y aumentos en el precio de los cereales. Además, las transferencias sociales terminan en octubre, pero aún no hay acuerdos para el monto del próximo programa social, manteniendo presiones en el

presupuesto fiscal, considerando que aún no hay claridad de cuál será el pago de este año de los títulos de derecho de demandas ganadas contra el estado, y con posibles efectos en el consumo de los hogares si se aprueba un nuevo programa social (Auxilio Brasil) muy diferente al de los meses previos.

La inflación se acelera llegando a un nivel de 10.3% YoY en septiembre, lo que causa la normalización monetaria más agresiva de la región. La tasa Selic llega a 6.25% y se espera un tercer aumento consecutivo de 100 pbs. en octubre. Además, el ambiente político se encuentra polarizado con manifestaciones tanto a favor como en contra del presidente Jair Bolsonaro, quien ha disminuido su aprobación hasta un 22% y se complica su reelección para el próximo año. Respecto a las valorizaciones, muestran resultados mixtos. La razón P/U *fwd.* se encuentra bajo su promedio de 5 años tanto a nivel local como relativo a la región, mientras que su razón P/VL supera su promedio. Dado este escenario, donde se mantienen expectativas positivas respecto al crecimiento económico, con recuperación del empleo, y buenos avances en su campaña de vacunación, lo que contrasta con las presiones inflacionarias, precios de la soja (por la sequía) y el hierro (por la desaceleración en China) con caídas de más de 20% y 50% respectivamente en los últimos 4 meses, riesgos de racionamiento energético y una polarizada situación política, **se decide neutralizar la exposición a acciones brasileñas.**

En **México**, se ve una recuperación de la actividad, lo cual se evidencia con la producción industrial y manufacturera creciendo 5.2% y 6.6% anual en agosto respectivamente, ambas sobre las estimaciones. Por su parte, se mantienen las presiones inflacionarias, que han llevado al indicador a registrar en septiembre un alza de 6% interanual. En respuesta, el banco central ha elevado la tasa de referencia en 50 pbs. hasta 4.75%, lo cual ha sido de los ajustes más moderados de la región. Por otra parte, la confianza de los inversionistas se ve amenazada por la reforma energética que busca implementar el presidente AMLO, aunque hasta el momento pareciera que el oficialismo aún no logra el quorum de apoyo necesario. Respecto al comercio internacional, las exportaciones se correlacionan positivamente con el precio de las energías, viéndose favorecidas por el aumento significativo del precio del petróleo, generando así *momentum* en su economía. Respecto a las acciones mexicanas, sus valorizaciones se mantienen atractivas, tanto la razón P/U *fwd.* 12 meses como P/VL se encuentran bajo su promedio de los últimos 5 años. Considerando lo anterior, referente a la recuperación económica, auge en el precio de energías, un gobierno sin apoyo a reformas estructurales y con atractivas valorizaciones, se decide **aumentar la sobreexposición en acciones mexicanas.**

En **Chile**, nuevamente y por sexto mes consecutivo, la actividad económica sorprendió al mercado con 19.1% interanual de crecimiento en agosto, lo cual vino acompañado por un nuevo avance mensual, que lleva al país a consolidar un nivel de crecimiento que supera una recuperación económica, y que también sería difícil de sostener en el largo plazo. Todo esto, como se ha destacado anteriormente, se debe en gran medida a los diversos programas de estímulos fiscales y retiros de los fondos previsionales, que suman en la actualidad USD 65,000 millones, sin considerar un eventual cuarto retiro de AFP. La magnitud de estos estímulos, aparte de apoyar la actividad, ha contribuido a la aceleración de la inflación en el país, la cual en septiembre fue de 5.3% a doce meses, lejos de la meta de 3% del Banco Central, que ha debido iniciar un agresivo programa de normalización monetaria. Por su parte, las elecciones presidenciales del 21 de noviembre entran a su recta final, y las encuestas muestran un escenario que permanece muy incierto (el “candidato” con mayor apoyo corresponde a la opción “no votaría/no sabe”) y que aumenta en cuanto a su polarización, dado el alza en las últimas semanas en el apoyo al candidato José Antonio Kast (derecha no tradicional), quien se enfrentaría a Gabriel Boric (izquierda no tradicional) en una eventual segunda vuelta. Finalmente, las valorizaciones se mantienen atractivas, con el P/VL y el P/U *fwd.* bajo 1 desviación estándar de su promedio a 5 años. Similar a meses previos, la fuerte incertidumbre sociopolítica y la crisis institucional no permite ver fundamentos atractivos en cuanto a valorizaciones, lo que sumado al aumento en la inflación y el incipiente populismo producto de un cargado calendario electoral, nos lleva a **llevar a una subexposición a las acciones chilenas.**

En el caso de **Colombia**, la economía avanza en su recuperación. El Indicador Mensual de Seguimiento a la Economía (ISE) creció 3.2% mensual en julio, recuperando su nivel prepandemia, mientras el mercado laboral se recupera registrando una baja en el desempleo hasta 14.2% en agosto desde 24.9% en el peor momento de la pandemia. Además, mejora la calificación crediticia del país. Moody's mantiene la calificación Baa2, pero cambia su perspectiva de negativa a estable, mejorando su estimación de crecimiento para este año de 5% a 8%. Tal aumento puede explicarse debido a que el desempeño económico está altamente correlacionado con el precio

del petróleo, beneficiándose del auge de éste debido a shock energético global. Sin embargo, la situación fiscal es precaria, con un elevado nivel de deuda y presiones sociales para no disminuir el gasto fiscal. Por su parte, el Banco de la República inició la normalización de su política monetaria elevando su tasa de referencia al nivel de 2.00% para hacer frente al aumento de la inflación (en septiembre alcanzó 4.5% YoY, sobre la meta del banco central). Las valorizaciones lucen atractivas a nivel local, con la razón P/VL y la P/U *fwd.* bajo su promedio a 5 años por más de 1 desviación estándar. En base a lo anterior, teniendo un escenario político y fiscal complejo, pero con valorizaciones atractivas, y una recuperación económica apoyada en el *momentum* del petróleo, se decide **aumentar la exposición a acciones colombianas**.

En **Perú**, se mantiene la recuperación de la actividad económica con crecimiento en casi todos los sectores, con excepción de pesca y minería. Por su parte, la inflación se acelera y alcanza 5.2% YoY en septiembre, por lo que el banco central continúa con alzas en la tasa de política monetaria, actualmente en 1.50%. Respecto al contexto político, sigue un escenario polarizado y una tensa relación entre el ejecutivo y el congreso. Si bien el presidente Pedro Castillo realizó cambios en su gabinete con el fin de mostrarse más moderado, los cuales fueron bien recibidos por el mercado, aún existe incertidumbre sobre si el congreso aceptará estos cambios y qué pasará con la renegociación del contrato sobre explotación del campo gasífero con el consorcio Camisea, liderada por el ex ministro Bellido. Por otra parte, la disminución del precio del cobre afecta sus exportaciones, siendo Perú de los mayores exportadores de este mineral. Finalmente, sus valorizaciones se encuentran en un nivel históricamente atractivo, tanto la razón P/U *fwd.* como la razón P/VL transan bajo de su promedio de 5 años en términos absolutos, y en términos relativos a la región la razón P/VL está también bajo el promedio. En este contexto de recuperación económica, pero contrastado con un escenario político polarizado que puede provocar problemas de gobernabilidad, se decide **mantener la exposición neutral en acciones peruanas**.

En el caso de **Argentina**, la actividad económica se desacelera a pesar de haber disminuido las restricciones de movilidad. No obstante, la confianza del consumidor mejora por tercer mes consecutivo subiendo un 1.9% en septiembre, alcanzando los 40.5 pts. Luego de las elecciones primarias (PASO), la gente comienza a cambiar sus expectativas frente a la derrota del oficialismo, quien justifica estos resultados por la ajustada política fiscal que trataron de implementar durante el año. De esta forma, se estima que el gobierno aumente las transferencias sociales de aquí a las elecciones de noviembre, lo que agregaría más presiones a la complicada situación fiscal actual, donde aún no se observan avances significativos en relación con el pago de la deuda que mantiene el país con el FMI. Por otra parte, la inflación en el país continúa en niveles muy superiores al resto de la región – se registra un 51.4% YoY en agosto- y con expectativas de que se mantenga en alza, especialmente si se llegan a aumentar los estímulos fiscales. Respecto al mercado accionario, sus valorizaciones entregan resultados mixtos. La razón P/U *fwd.* transa bajo el promedio de 5 años, mientras que la P/VL se ubica sobre el promedio del mismo plazo. Dado el escenario de desaceleración económica, el futuro cambio de la política fiscal para enfrentar la derrota en las elecciones primarias por parte del oficialismo, considerando el complejo escenario macroeconómico y fiscal del país, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas**.

China: Se mantiene la exposición neutral

El acontecer del gigante asiático en el último mes estuvo marcado por el *default* de Evergrande. La compañía (3.2% del sector inmobiliario chino) se vio presionada por las restricciones que comenzó a impulsar el gobierno desde el año pasado derivando en el ya mencionado *default* y en caídas en hasta 80% en el precio de la acción. Como se menciona al principio del informe, y luego de analizar en detalle la situación, nuestro caso base es que no derivará en un riesgo sistémico ni el sistema financiero global ni chino. Sin embargo, sí es un factor que profundiza las perspectivas de crecimiento más débiles que se han venido observando en los últimos meses para la economía local. A lo anterior, se le ha sumado la escasez de carbón que ha redundado en una crisis energética que está limitando la producción en diversas regiones del país que se han visto obligadas a racionalizar el uso de energía. En este escenario, analistas privados han comenzado a rebajar las expectativas de crecimiento del PIB de este año a menos de 8% desde el 9% que se estimaba hace unos meses además de llevar los pronósticos para el 2022 más cerca del 5 que del 6%. Por su parte, el PMI de manufactura del gobierno entró en terreno de contracción económica en septiembre ubicándose bajo los 50 pts., con los subíndices más expuestos al sector energético incluso cayendo incluso bajo 45 pts.

Por el lado positivo destaca el sector de servicios. El mayor control de casos de covid-19 sumado a avances en los programas de vacunación han comenzado a disminuir las restricciones a la movilidad permitiendo un mayor dinamismo de la economía. Con lo anterior, el PMI No Manufacturero del último mes pasó a ubicarse en terreno de amplia expansión económica. Si bien se espera una moderación en la política *zero-covid* que genera fuertes restricciones a la movilidad ante la aparición de incluso un solo caso, esta sigue generando incertidumbre sobre la recuperación del sector hacia los próximos meses.

Ante lo anterior, se espera que el gobierno comience a otorgar tanto soporte fiscal como monetario. El coeficiente de reserva ya se disminuyó en 50 pbs. hace unos meses y se han comenzado a observar aumentos en el crédito a la economía real. Sin embargo, se hace necesario que medidas de este tipo se intensifiquen para enfrentar las menores perspectivas que se tienen hacia adelante. En la medida que los riesgos en el sector inmobiliario se vean bajo control y la inflación permanezca controlada (actualmente en 0.8% anual), estimamos que el Banco Popular de China flexibilizará su postura monetaria en los próximos meses.

Con respecto al mercado, las acciones A (que transan en la bolsa local) han tenido un desempeño que difiere de manera importante de las acciones off-shore y/o que cotizan en la bolsa de Hong Kong. Las regulaciones sobre las grandes tecnológicas han afectado especialmente a las últimas que han registrado un significativo *underperformance* tanto relativo a desarrollados como emergentes desde comienzos de año. En tanto, las valorizaciones de las últimas si bien han disminuido, lucen ajustadas a sus promedios históricos tanto en la razón P/U fwd. como P/VL. Por su parte, los flujos han sido positivos tanto en el último mes (3% del AUM) como en lo que va del año (+10%). Si bien las perspectivas de crecimiento se siguen deteriorando y los ruidos regulatorios continuarían, valorizaciones que se ajustan, flujos positivos y el mayor soporte fiscal y monetario que esperamos hacia los próximos meses **nos llevan a mantener el neutral en las acciones chinas.**

Asia Emergente ex China: Se mantiene el OW en acciones de Asia emergente ex China

Las perspectivas de la región siguieron mejorando en el último mes. En Taiwán y Corea los programas de vacunación se aceleran y se seguirán beneficiando de la escasez de semiconductores a nivel global. Además, indicadores líderes se siguen ubicando en terreno de expansión económica. En el sudeste asiático, la pandemia se controla luego de meses complejos, al mismo tiempo, países como Malasia e Indonesia se beneficiarían de la crisis energética global y lucen con valorizaciones atractivas. Por el lado de India, se continúa observando una mejora en el *momentum* económico, no obstante, ya estaría incorporado en el mercado y las valorizaciones comienzan a lucir caras. En este escenario, **se decide mantener el OW en Asia emergente ex China.**

En los últimos meses las perspectivas en **India** han continuado mejorando. Con la pandemia controlada y avances en los programas de vacunación la economía poco a poco se recupera del covid-19. Así lo reflejan los PMI de manufactura y servicios que se mantienen en terreno de amplia expansión económica. Con respecto a la política monetaria, el Banco de la Reserva mantuvo las principales tasas de referencia sin cambios y en mínimos históricos. Sin embargo, sorprendió al mercado al anunciar el término de la compra de bonos de gobiernos dado, principalmente, el mejor escenario económico. A su vez, se rebajó la perspectiva de inflación para el año fiscal en curso (termina en marzo del 2022) a 5.3% desde el 5.7% que se ubicaba. Además, se mantuvo las expectativas de crecimiento del PIB en 9.5% para el mismo período de tiempo. Con respecto al mercado, las acciones indias han continuado registrando un *outperformance* significativo relativo a las acciones globales y emergentes en los últimos meses. A la mejora en el escenario económico analistas han sugerido que el país sería un posible ganador de las estrictas regulaciones que está aplicando el gobierno chino. Lo anterior ha seguido elevando las valorizaciones que se encuentran en torno a dos desviaciones estándar sobre sus promedios históricos tanto la razón P/U fwd. como P/VL. Por su parte, los flujos han registrado salidas marginales en el último mes. Si bien el escenario económico sigue mejorando, valorizaciones caras y algunas señales de burbujas (*Alpine Macro*) que se comienzan a observar en los activos locales **nos hacen llevar a *underweight* la exposición en acciones indias.**

Si bien los casos de covid-19 en **Corea del Sur** se han mantenido estables en los últimos meses, los avances en los programas de vacunación y menores tasas de hospitalización han permitido que se relajen las restricciones y la economía vuelva a retomar un mayor dinamismo. Así lo demostró la confianza del consumidor de octubre, que luego de dos meses a la baja creció y se ubicó en 103.5 pts., manteniéndose además en terreno optimista. A su vez, el PMI manufacturero también aumentó respecto al mes previo y siguió en terreno de expansión



económica. Lo anterior además siendo soportado por la escasez global de chips que dejó a la gigante Samsung (y principal empresa del índice) reportando el mayor nivel de utilidades en los últimos 3 años durante el tercer trimestre. En cuanto al sector corporativo, se espera un crecimiento de utilidades de más de 90% para el año, pero hacia el 2022 se espera un crecimiento nulo. Por su parte, las valorizaciones lucen ajustadas a sus promedios históricos tanto en la razón P/U fwd. como P/VL lo que no ha motivado un ingreso de flujos en los últimos meses con salidas por más del 1% del AUM. Si bien el escenario económico mejora en las últimas semanas, valorizaciones que no lucen atractivas, flujos ausentes y expectativas de utilidades nulas para el próximo año **nos llevan a mantener la exposición neutral en acciones coreanas.**

La escasez de semiconductores a nivel global continúa con los tiempos de espera en tiempos récord (22 semanas desde que se encarga el semiconductor hasta que llega a la fábrica). En este escenario, la economía **taiwanesa** sale fortalecida con un sector exportador que se mantiene con un alto dinamismo y que en septiembre creció 30% anual. Además, la principal empresa del sector, Taiwan Semiconductor, reportó *record* de ventas. Con lo anterior, el PMI de manufactura se mantiene sobre 50 pts. y el PIB crecería sobre 5.5% durante el 2021. Por su parte, la inflación se mantiene controlada y las autoridades no han ajustado la tasa de política monetaria. Con respecto a las utilidades de las compañías, se estima un crecimiento de más de 50% para el año, pero al igual que el caso de Corea, nulo para el próximo año. En tanto, las valorizaciones dan señales mixtas. Con la razón P/U fwd. levemente bajo su promedio de los últimos 5 años, pero la razón P/VL casi dos desviaciones estándar sobre el mismo promedio. Por su parte, los flujos han sido negativos en el último mes con salidas de casi 2% del AUM. Estimamos que la escasez de semiconductores siga dando soporte a la economía taiwanesa, sin embargo, valorizaciones que se encarecen, expectativas de utilidades que se moderan para el próximo año y flujos ausentes en el último mes **nos llevan a mantener una exposición neutral en acciones taiwanesas.**

La recuperación en el **sudeste asiático** siguió consolidándose durante septiembre. Una disminución consistente de casos y avances en los programas de vacunación mejoran las perspectivas de la región para el último trimestre del año. Países como Malasia o Tailandia han acelerado significativamente sus programas de vacunación y ya cuentan con más del 50% y 30% de la población inoculada respectivamente. Lo anterior se reflejó en los PMI de manufactura de septiembre, que aumentaron para todos los miembros de la región (Malasia, Filipinas, Indonesia y Tailandia) y se ubicaron en terreno de expansión económica en países como Indonesia o Filipinas. Por otro lado, es importante acotar que países como Malasia e Indonesia asoman como ganadores directos de la crisis energética que se está observando a nivel global (mencionada al principio del informe) ya sea por su nivel de exportaciones de carbón y/o petróleo. En tanto, las valorizaciones lucen atractivas con la razón P/U fwd. y P/VL ubicándose bajo su promedio de los últimos 5 años. Lo anterior además ha motivado ingreso de flujos en el último mes en países como Indonesia por casi 3% del AUM. Dado que el escenario económico mejora, las valorizaciones lucen atractivas y se registran flujos positivos **se decide llevar a OW desde neutral el sudeste asiático concentrándolo en Indonesia y Malasia.**

EMEA: Se reduce el *underweight*

Los principales ganadores de la crisis energética se encontraron en la región con dos de los mayores productores de petróleo del mundo (Rusia y Arabia Saudita) registrando alzas mientras la mayoría de las economías emergentes corregían a la baja durante septiembre. Por otro lado, en países como Turquía los riesgos políticos y económicos continúan subiendo luego de que el Banco Central decidiera recortar la tasa de referencia a pesar de tener la inflación sobre el 19%. Lo anterior en el marco de la teoría que defiende el presidente Recep Erdogan de que las altas tasas causarían la inflación. Dado que el escenario para la región mejora, pero todavía sigue sujeto a una alta incertidumbre, se decide **reducir la subexposición en EMEA.**

Al igual que el resto de emergentes, los casos en **Sudáfrica** se han controlado en las últimas semanas y la economía poco a poco comienza a recuperarse. Así lo refleja también el PMI de manufactura de septiembre que se mantuvo en terreno de expansión económica y fue de 56.7 pts. Sin embargo, el lento avance en el programa de vacunación (en torno a 30 dosis por cada 100 habitantes) genera incertidumbre sobre una posible alza de casos (y restricciones) hacia los próximos meses. Además, la inflación se escapó sobre de la meta del Banco Central (4.5%) y en agosto fue de 4.9% anual. Lo anterior, según analistas, impulsaría un alza en la tasa de política monetaria en la reunión de noviembre lo que podría ralentizar la recuperación económica. Con respecto al sector

corporativo, las utilidades se han corregido a la baja en las últimas semanas y se espera expansión de 80% para el 2021 (v/s el 100% de 1 mes atrás). Por su parte, las valorizaciones lucen bajo de sus promedios históricos tanto en la razón P/U fwd. como P/VL lo que no ha impulsado flujos (éstos han sido negativos tanto en el último mes como en lo que va del año). Dado que el escenario económico, corporativo y político todavía sigue sujeto a una alta incertidumbre, **se decide aumentar la subexposición a acciones sudafricanas.**

Durante el último mes el precio del petróleo continuó con las alzas del año impulsado por la crisis energética de Europa y China ya mencionadas a lo largo del informe. Ante lo anterior, **Rusia** se erigió como el ganador y lideró las rentabilidades dentro de emergentes en el último mes. Las mejoras en los términos de intercambio del país (que impulsó al rublo) y la alta exposición a energía del sector corporativo explicaron lo anterior. Además, los casos de covid-19 se han mantenido controlados lo que ha permitido ir consolidando la reactivación económica. En este escenario el PMI de manufactura se ubicó en 49.8 pts. durante septiembre, sobre los 46.5 pts. del mes previo. Con respecto a la política monetaria, el Banco Central se ha caracterizado por aplicar uno de los ajustes más agresivos dentro de mercados emergentes en la medida que la inflación se ubica cerca de 7% (la meta de es 3.5%). En cuanto a las utilidades de las compañías, se han corregido al alza en el último mes y actualmente se espera una expansión cerca de 150% para el 2021 (v/s 130% 4 semanas atrás). Por su parte, las valorizaciones dan señales mixtas con el P/U fwd. alineado con su promedio histórico, pero el P/VL más de dos desviaciones estándar sobre el mismo promedio. Con respecto a flujos, se registraron salidas marginales en el último mes. Dado que las perspectivas económicas y corporativas mejoran de la mano con el aumento de los precios del petróleo, **se decide llevar a overweight desde neutral la exposición en acciones rusas.**

A pesar de las alzas inflacionarias (actualmente se ubica sobre 19%), las autoridades en **Turquía** decidieron recortar la tasa de referencia en 100 pbs. en el último mes para llevarla a 18%. Lo anterior motivó una depreciación significativa en torno a 6% de la lira turca y aumenta la incertidumbre sobre la injerencia del presidente Recep Erdogan sobre la política monetaria. Por su parte, la actividad económica se sigue recuperando, pero se comenzaron a observar señales de una mayor debilidad. Así lo reflejó el PMI de manufactura de septiembre que cayó a 52.5 pts. desde los 54.1 pts. del mes previo. En cuanto al sector corporativo se sigue esperando una expansión de las utilidades en torno al 50% para el presente año y 15% para el 2022. Por su parte, las valorizaciones siguen luciendo bajo sus promedios históricos tanto en la razón P/U fwd. como P/VL lo que no ha motivado el ingreso de flujos. Dado que la incertidumbre económica y política sigue aumentando luego de la decisión de política monetaria del último mes, **se decide aumentar la subexposición en acciones turcas.**

Se mantiene la exposición neutral en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). En línea con los pares regionales, la recuperación económica en las últimas semanas se ha moderado. Así lo reflejan los datos de PMI desacelerándose durante septiembre. Sin embargo, las valorizaciones siguen luciendo atractivas lo que nos hace mantener la exposición neutral.

Finalmente, y al igual que Rusia, **Arabia Saudita** se vio favorecido del alza en el precio del petróleo del último mes y rentó positivo a pesar de las caídas de las acciones globales. Tanto la economía como el sector corporativo tienen una alta dependencia del *commodity* y se han favorecido de su alza de más de 50% en lo que va del año. Por su parte, el PMI manufacturero subió a 58.6 pts., llegando al mayor nivel en 7 años. Con respecto a valorizaciones, estas transan sobre su promedio a 5 años. Dado que el escenario económico y corporativo sigue mejorando luego de las alzas del petróleo, **se decide llevar a overweight desde neutral las acciones saudíes.**

Renta Fija

US Treasuries: underweight bonos nominales y overweight TIPS

El escenario actual descrito anteriormente (retiro de estímulos no convencionales, inicio de los procesos de normalización de política monetaria), producto de presiones inflacionarias que están demostrando ser algo menos transitorias que lo que se pensaba hace algunos meses, nos lleva a optar por papeles de duración corta a mediana, idealmente con protección frente a alzas en la inflación. En este sentido, el bajo *yield* que ofrecen los bonos nominales y la duración larga, nos llevan a reducir la exposición a la subclase de activo (*underweight*), lo cual es utilizado para aumentar la exposición en TIPS.

US Mortgages: neutral

Similar a meses previos, la recuperación en el mercado laboral estadounidense avanza, pero a un ritmo más moderado en relación con las expectativas de los analistas, lo que implica un escenario desafiante hacia el futuro. Dado esto, no se anticipa un *upside* relevante en la subclase de activo, por lo que se decide mantener la exposición neutral en *US Mortgages*.

US Investment Grade: underweight

En este caso, la subclase de activo presenta una de las duraciones más largas de la muestra con casi 9 años, lo que reduce su atractivo en un ambiente de tasas al alza. Esto, sumado a un *yield* real negativo, nos lleva a mantener la subexposición en *US Investment Grade*.

US High Yield: overweight

Contrario al caso anterior, la duración cercana a 4 años, y el *yield* de más de 4% (rendimiento real positivo) justifica el mayor riesgo de crédito implícito en la subclase de activo, por lo que se decide mantener la sobreexposición en *US High Yield*.

Europe Broad: underweight

Nuevamente, los papeles Investment Grade en Europa muestran una mayor duración que sus pares de peor calidad crediticia, sumado a un *yield* poco atractivo relativo a otras subclases de activo. Dado esto, se mantiene la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: overweight

Similar al caso estadounidense, en el caso del *High Yield* encontramos rendimientos más atractivos con una menor duración (3.4 años), lo que justifica el mayor riesgo crediticio. Por esto, se decide mantener la sobreexposición a *Europe High Yield*.

Japan Broad: underweight

La deuda japonesa posee la mayor duración de la muestra (9.6 años), junto a un *yield* poco atractivo (0.11%), lo que sumado a un contexto macroeconómico desafiante nos lleva a mantener la subexposición en *Japan Broad*.

Deuda Emergente: overweight en bonos corporativos HY y neutral en las demás subclases de activo

El contexto de bajas tasas y *spreads* comprimidos en términos históricos genera una oportunidad en la deuda emergente, producto de su mayor rendimiento asociado a un riesgo de crédito que puede ser justificado en algunos casos. De todas las alternativas disponibles, la deuda soberana en general exhibe el problema de tener una duración elevada aún cuando se considera el *High Yield*, mientras que la deuda corporativa *Investment Grade* no ofrece un riesgo-retorno suficientemente atractivo. Dado esto, del universo emergente, la alternativa de la deuda corporativa *High Yield* sí muestra *yields* atractivos a un riesgo razonable, por lo que se decide favorecer la **deuda corporativa emergente High Yield, manteniendo el overweight**, y se mantiene una exposición neutral en las demás subclases de activo.

Exposición a monedas – octubre 2021

| Monedas | Bench. | Septiembre | Octubre | OW/UW | | Cambio |
|---------|--------|------------|---------|-------|-------|--------|
| USD | 42.3% | 43.2% | 45.3% | OW | 3.1% | + |
| EUR | 16.9% | 15.8% | 14.6% | UW | -2.3% | - |
| GBP | 1.4% | 1.4% | 1.4% | N | | |
| JPY | 6.9% | 5.1% | 5.5% | UW | -1.4% | + |
| GEMs | 32.6% | 34.6% | 33.1% | OW | 0.5% | - |
| | 100% | 100% | 100% | | | |

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes se decidió neutralizar la sobreexposición a libra esterlina vs. una menor exposición a monedas emergentes y un menor *underweight* en yen como *hedge*.



Resultados TAACo Global – septiembre 2021

| Clase de activo / Región | Benchmark | Compass | Over/Under | Rentabilidad mensual índices | Contribución al Portafolio | | Attribution Analysis | |
|---|--------------|--------------|--------------|------------------------------|----------------------------|---------------|----------------------|--------------|
| | | | | | Benchmark | Compass | Clase de Activo | Selectividad |
| Acciones | 50% | 60% | 10% | -3.8% | -1.9% | -2.7% | -12.2 | -35.6 |
| Renta Fija | 50% | 35% | -15% | -1.4% | -0.7% | -0.5% | -18.3 | 1.7 |
| Caja | 0% | 0% | 0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0 | |
| Oro | 0% | 5% | 5% | -4.0% | 0.0% | -0.2% | -6.8 | |
| Cobertura | | | | | | 0.0% | 1.7 | |
| Portafolio | | | | | -2.62% | -3.31% | -35.6 | -33.9 |
| Outperformance / Underperformance (bps) | | | | | | | | -69.5 |
| Europe ex UK | 12.5% | 13.3% | 0.8% | -5.6% | -0.69% | -0.74% | -1.4 | |
| Europe Small Cap ex UK | 1.5% | 2.0% | 0.5% | -6.0% | -0.09% | -0.12% | -1.1 | |
| UK | 2.7% | 4.2% | 1.5% | -2.3% | -0.06% | -0.10% | 2.2 | |
| US Large Cap Growth | 14.2% | 14.2% | 0.0% | -5.9% | -0.84% | -0.84% | 0.0 | |
| US Large Cap Value | 14.3% | 15.3% | 1.0% | -3.8% | -0.54% | -0.58% | 0.1 | |
| US Small Caps | 4.3% | 4.3% | 0.0% | -3.0% | -0.13% | -0.13% | 0.0 | |
| Japan | 5.2% | 1.5% | -3.7% | 2.1% | 0.11% | 0.03% | -21.8 | |
| Desarrollados | 54.7% | 54.8% | 0.1% | -4.1% | -2.25% | -2.47% | -22.0 | |
| LatAm | 4.3% | 5.7% | 1.4% | -11.4% | -0.49% | -0.65% | -10.6 | |
| LatAm Small Cap | 0.8% | 1.5% | 0.7% | -8.0% | -0.06% | -0.12% | -2.9 | |
| China | 13.4% | 13.4% | 0.0% | -5.0% | -0.67% | -0.67% | 0.0 | |
| EM Asia ex China | 14.9% | 16.4% | 1.5% | -3.5% | -0.52% | -0.57% | 0.6 | |
| EM Asia Small Cap | 3.4% | 4.0% | 0.6% | -1.2% | -0.04% | -0.05% | 1.6 | |
| EM Europe and Middle East | 8.5% | 4.2% | -4.3% | 2.2% | 0.19% | 0.09% | -26.1 | |
| Emergentes | 45.3% | 45.2% | -0.1% | -3.5% | -1.59% | -1.96% | -37.4 | |
| Equities | | | | | -3.84% | -4.43% | -59.4 | |
| US Govt Agencies | 10.2% | 10.2% | 0.0% | -1.1% | -0.11% | -0.11% | 0.0 | |
| US TIPS | 1.3% | 1.3% | 0.0% | -0.7% | -0.01% | -0.01% | 0.0 | |
| US Mortgages | 7.6% | 7.6% | 0.0% | -0.4% | -0.03% | -0.03% | 0.0 | |
| US Corps | 7.3% | 6.3% | -1.0% | -1.1% | -0.08% | -0.07% | -0.3 | |
| US High Yield | 1.8% | 4.6% | 2.8% | 0.0% | 0.00% | 0.00% | 3.9 | |
| Europe Broad | 19.1% | 13.0% | -6.1% | -1.1% | -0.21% | -0.14% | -2.0 | |
| Europe High Yield | 0.7% | 3.7% | 3.0% | -0.1% | 0.00% | 0.00% | 3.9 | |
| Japan Broad | 8.6% | 4.1% | -4.5% | -1.5% | -0.13% | -0.06% | 0.4 | |
| Deuda Desarrollados | 56.6% | 50.8% | -5.8% | -1.0% | -0.56% | -0.42% | 5.8 | |
| EM Sovereign IG | 5.6% | 5.6% | 0.0% | -1.6% | -0.09% | -0.09% | 0.0 | |
| EM Sovereign HY | 6.2% | 6.2% | 0.0% | -2.4% | -0.15% | -0.15% | 0.0 | |
| EM Corporate IG | 5.0% | 5.0% | 0.0% | -0.8% | -0.04% | -0.04% | 0.0 | |
| EM Corporate HY | 6.7% | 12.5% | 5.8% | -1.6% | -0.11% | -0.20% | -1.0 | |
| EM Local Markets | 19.9% | 19.9% | 0.0% | -2.3% | -0.45% | -0.45% | 0.0 | |
| Deuda Emergente | 43.4% | 49.2% | 5.8% | -1.9% | -0.84% | -0.93% | -1.0 | |
| Fixed Income | | | | | -1.40% | -1.35% | 4.8 | |

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 30 de septiembre de 2020

En septiembre el portafolio del TAACo global cayó 3.3%, 70 pbs. peor que el *benchmark*. Tanto la asignación de activos como la selectividad contribuyeron a la pérdida de valor. Por otro lado, la asignación a oro restó valor luego de caer 4% en el mes, mientras que la posición activa en monedas agregó valor marginalmente.

Con respecto a la cartera accionaria, esta rentó -4.4%, 60 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. Restaron valor la subexposición a Japón y EMEA, además de la posición larga en Latinoamérica.

Con respecto a la renta fija, la cartera del TAACo global rentó -1.3%, 5 pbs. sobre el desempeño del *benchmark*. Agregó valor la sobreexposición en productos *high yield*, tanto de Estados Unidos como Europa.



Desempeño histórico

| TAACo Global | Desempeño | | | | | | | | Volatilidad 5 años* |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------------|
| | 1 mes | 3 meses | YTD | 1 año | 3 años* | 5 años* | 10 años* | Desde inicio** | |
| TAACo | -3.3% | -2.5% | 2.7% | 14.4% | 7.2% | 6.9% | 6.2% | 7.3% | 9.4% |
| Benchmark | -2.6% | -1.8% | 2.2% | 12.5% | 7.1% | 6.3% | 5.5% | 5.7% | 8.8% |
| Out/Under perf. (bps) | -70 | -68 | 45 | 196 | 12 | 65 | 77 | 167 | |
| Acciones | -4.4% | -3.9% | 6.0% | 24.5% | 9.2% | 9.8% | 8.4% | 5.4% | 14.1% |
| Benchmark | -3.8% | -3.3% | 6.7% | 24.5% | 9.2% | 9.7% | 8.2% | 4.8% | 13.9% |
| Europe ex UK | -5.6% | -2.0% | 7.8% | 24.1% | 7.5% | 8.0% | 6.7% | 4.1% | 16.5% |
| Europe Small Cap ex UK | -6.0% | 0.0% | 10.7% | 32.1% | 10.4% | 11.1% | 11.3% | 11.3% | 19.7% |
| UK | -2.3% | -1.8% | 8.4% | 25.9% | -1.8% | 0.6% | 1.3% | 0.3% | 16.8% |
| US Large Cap Growth | -5.9% | 1.4% | 14.9% | 27.8% | 23.2% | 23.2% | 19.3% | -- | 16.8% |
| US Large Cap Value | -3.8% | -1.2% | 12.7% | 26.4% | 6.1% | 7.5% | 9.7% | 5.1% | 15.1% |
| US Small Caps | -3.0% | -3.1% | 14.4% | 47.0% | 10.7% | 12.9% | 13.9% | 11.7% | 20.5% |
| Japan | 2.1% | 3.8% | 4.2% | 19.9% | 5.4% | 7.3% | 6.3% | 3.0% | 12.7% |
| Desarrollados [1] | -4.2% | 0.0% | 13.0% | 28.8% | 13.1% | 13.7% | 12.7% | 8.9% | 14.8% |
| LatAm | -11.4% | -15.0% | -9.1% | 21.9% | -4.7% | -1.3% | -4.0% | 5.6% | 28.8% |
| LatAm Small Cap | -8.0% | -15.0% | -4.6% | 24.9% | 1.1% | 2.0% | -3.3% | 8.8% | 31.1% |
| China | -5.0% | -18.2% | -16.7% | -7.3% | 5.9% | 9.1% | 8.7% | 12.7% | 19.4% |
| EM Asia ex China | -3.5% | -1.8% | 8.0% | 37.3% | 13.8% | 12.5% | 9.0% | -- | 17.3% |
| EM Asia Small Cap | -1.2% | -1.7% | 17.9% | 42.3% | 12.5% | 8.9% | 6.6% | 10.7% | 18.5% |
| EM Europe and Middle East | 2.2% | 6.6% | 24.1% | 40.8% | 6.1% | 5.8% | -0.8% | 4.5% | 18.5% |
| Emergentes [1] | -4.0% | -8.1% | -1.2% | 18.2% | 8.6% | 9.2% | 6.1% | 12.1% | 16.7% |
| Renta fija | -1.3% | -0.4% | -1.7% | 2.4% | 5.0% | 3.1% | 3.0% | 6.6% | 5.2% |
| Benchmark | -1.4% | -0.4% | -2.2% | 1.2% | 4.4% | 2.5% | 2.5% | 5.7% | 5.1% |
| US Govt Agencies | -1.1% | 0.1% | -2.5% | -3.3% | 4.9% | 2.2% | 2.2% | 5.3% | 4.1% |
| US TIPS | -0.7% | 1.8% | 3.5% | 5.2% | 7.4% | 4.3% | 3.1% | 6.7% | 3.7% |
| US Mortgages | -0.4% | 0.1% | -0.7% | -0.4% | 3.9% | 2.2% | 2.4% | 5.3% | 2.1% |
| US Corps | -1.1% | 0.0% | -1.3% | 1.7% | 7.4% | 4.6% | 4.9% | 7.3% | 6.0% |
| US High Yield | 0.0% | 0.9% | 4.5% | 11.3% | 6.9% | 6.5% | 7.4% | 9.9% | 7.3% |
| Europe Broad | -1.1% | 0.0% | -2.3% | -1.1% | 2.8% | 1.2% | 3.7% | 5.5% | 3.4% |
| Europe High Yield | -0.1% | 0.6% | 4.2% | 9.8% | 4.7% | 4.5% | 7.8% | 9.3% | 7.8% |
| Japan Broad | -1.5% | -0.1% | -7.3% | -5.3% | 1.4% | -1.8% | -2.2% | 3.1% | 7.5% |
| Deuda Desarrollados [1] | -0.8% | 0.2% | -1.4% | 0.5% | | | | | |
| EM Sovereign IG | -1.6% | -0.4% | -2.3% | 0.5% | 6.9% | 4.4% | 5.2% | 9.2% | 7.1% |
| EM Sovereign HY | -2.4% | -0.8% | -0.2% | 9.6% | 3.4% | 2.0% | 5.5% | 10.7% | 12.7% |
| EM Corporate IG | -0.8% | 0.5% | -0.1% | 2.3% | 6.7% | 4.5% | 5.2% | -- | 4.6% |
| EM Corporate HY | -1.6% | -1.2% | 0.9% | 7.3% | 7.5% | 6.1% | 7.7% | -- | 8.5% |
| EM Local Markets | -2.3% | -1.5% | -3.1% | 5.8% | 4.6% | 2.8% | 1.3% | -- | 11.2% |
| Deuda Emergentes [1] | -1.9% | -1.0% | -1.8% | 4.3% | | | | | |
| Caja | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.1% | 1.1% | 0.6% | 1.7% | 0.3% |
| Oro | -4.0% | -1.2% | -7.7% | -7.6% | 13.6% | 5.7% | 0.7% | 12.5% | 13.5% |

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia



Valorizaciones

| | P/E (x) | | Div. Yield | P/Bv (x) | | Earnings Growth (%) | | ROE (%) | PEG (%)* |
|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|-----------|------------|------------|
| | Fwd P/E | 15Y AP/E | | Last P/BV | 15Y A P/BV | 2021e | 2022e | | 2021e |
| DM | 18.8x | 14.7x | 2.0% | 3.2x | 2.2x | 88% | 7% | 15% | 0.2 |
| US | 21.3x | 15.7x | 1.0% | 4.7x | 2.8x | 62% | 8% | 28% | 0.3 |
| Europe | 15.1x | 13.0x | 3.0% | 2.1x | 1.8x | 200% | 5% | 10% | 0.1 |
| Japan | 15.6x | 14.9x | 2.0% | 1.5x | 1.3x | 77% | 8% | 9% | 0.2 |
| EM | 12.5x | 11.5x | 3.0% | 1.9x | 1.8x | 62% | 7% | 13% | 0.2 |
| EM Asia | 13.6x | 12.2x | 2.0% | 2.0x | 1.8x | 43% | 9% | 12% | 0.3 |
| CEEMEA | 10.2x | 9.3x | 5.0% | 1.6x | 1.6x | 104% | 5% | 14% | 0.1 |
| LatAm | 8.7x | 12.1x | 6.0% | 1.8x | 2.0x | 224% | -7% | 20% | 0.0 |
| China | 12.8x | 11.9x | 2.0% | 1.8x | 2.0x | 13% | 16% | 11% | 1.0 |
| S.Korea | 9.8x | 9.9x | 2.0% | 1.3x | 1.2x | 95% | 0% | 14% | 0.1 |
| Taiwan | 14.8x | 14.4x | 4.0% | 2.7x | 1.9x | 56% | 0% | 19% | 0.3 |
| India | 23.5x | 16.7x | 1.0% | 3.9x | 3.2x | 37% | 17% | 14% | 0.6 |
| Indonesia | 15.3x | 13.9x | 3.0% | 2.3x | 3.4x | 22% | 21% | 16% | 0.7 |
| Malaysia | 14.3x | 14.9x | 4.0% | 2.0x | 1.9x | 39% | 6% | 11% | 0.4 |
| Thailand | 17.6x | 12.8x | 3.0% | 2.0x | 2.0x | 18% | 13% | 9% | 1.0 |
| Philippines | 17.2x | 16.2x | 2.0% | 1.8x | 2.5x | 52% | 26% | 9% | 0.3 |
| S.Africa | 8.6x | 12.4x | 5.0% | 1.8x | 2.4x | 82% | 8% | 19% | 0.1 |
| Russia | 7.2x | 6.5x | 8.0% | 1.2x | 1.1x | 148% | 2% | 14% | 0.0 |
| Turkey | 4.7x | 8.5x | 9.0% | 1.0x | 1.5x | 51% | 12% | 16% | 0.1 |
| Poland | 12.0x | 11.8x | 3.0% | 1.3x | 1.5x | 123% | -3% | 8% | 0.1 |
| Hungary | 9.4x | 9.6x | 3.0% | 1.4x | 1.4x | 127% | 1% | 13% | 0.1 |
| Czech R. | 15.6x | 12.5x | 6.0% | 1.6x | 1.8x | 76% | 18% | 11% | 0.2 |
| UAE | 13.7x | 11.1x | 4.0% | 1.6x | 1.4x | 14% | 14% | 12% | 1.0 |
| Brazil | 7.0x | 10.9x | 7.0% | 1.8x | 1.8x | 239% | -12% | 21% | 0.0 |
| Mexico | 14.3x | 15.1x | 3.0% | 2.1x | 2.7x | 145% | 5% | 25% | 0.1 |
| Chile | 12.5x | 15.8x | 4.0% | 1.4x | 2.0x | 113% | -1% | 13% | 0.1 |
| Colombia | 9.1x | 13.6x | 13.0% | 1.2x | 1.6x | 264% | 17% | 21% | 0.0 |
| Peru | 10.0x | 12.6x | 3.0% | 1.7x | 3.1x | 676% | 16% | 20% | 0.0 |

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 29 de septiembre de 2021

* PEG: P/E ratio/Earnings Growth

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass Group y/o personas relacionadas ("Compass Group"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass Group, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Group, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.